

13.05.2021

El gobernador Hernández de Cos presenta el Informe Anual 2020

Tras un año marcado por el enorme coste en vidas humanas y en términos económicos derivado de la pandemia de COVID-19, el *Informe Anual 2020* del Banco de España se presenta en un contexto caracterizado por el cambio de expectativas que han generado el descubrimiento de las vacunas y su administración progresiva a la ciudadanía, lo que permite vislumbrar una recuperación económica vigorosa a escala global en los próximos trimestres.

Como se ilustra en el capítulo 1, el impacto económico de la crisis en la economía española ha sido de los más intensos entre los países desarrollados. El retroceso del producto alcanzó cotas de dos dígitos en el conjunto de 2020, una magnitud sin precedentes en tiempos de paz. Además, la recuperación se estancó en los dos últimos trimestres, como consecuencia de los rebotes de la enfermedad y de las medidas de contención aplicadas. El impacto ha sido muy desigual, tanto por sectores (se ha concentrado particularmente en la hostelería, el ocio, el comercio y el transporte) como por geografías (con una mayor caída de la actividad en las provincias insulares y en la costa mediterránea), colectivos de trabajadores (se han visto afectados sobre todo los trabajadores jóvenes, con contratos temporales y rentas bajas) y empresas (las de menor tamaño son las que han sufrido un mayor retroceso en sus cifras de facturación). Y los efectos adversos de la pandemia sobre el nivel de PIB, el empleo y las cuentas públicas pueden perdurar varios años.

En este contexto, la materialización de la recuperación y su intensidad seguirán dependiendo crucialmente de la evolución de la pandemia, lo que incluye la rapidez en la administración de las vacunas y su efectividad ante posibles nuevas variantes del virus. Pero, como se detalla en el capítulo 2 de este Informe, también exigirá la aplicación de unas políticas económicas adecuadas.

La experiencia del último año permite extraer algunas lecciones, siquiera preliminares, que pueden resultar relevantes de cara a afrontar la gestión de la crisis en los próximos trimestres, y también con una perspectiva de medio y largo plazo.

En primer lugar, hay que destacar la importancia de la rapidez y contundencia de la respuesta de la política económica. La magnitud sin precedentes de la perturbación ha tenido una respuesta de política económica también sin precedentes, que ha aliviado los costes de corto plazo, ha evitado escenarios negativos aún más extremos y permitirá probablemente reducir los daños de medio y largo plazo de la crisis. A escala global, el Fondo Monetario Internacional estima, de hecho, que la caída de la actividad en 2020 podría haber sido tres veces superior sin las medidas aplicadas y, en el mismo sentido, los países en los que la respuesta de política económica ha sido más intensa han tendido a registrar recesiones menos pronunciadas.

La reacción del Banco Central Europeo (BCE) —con la aprobación del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), que permitió compras de activos equivalentes al 6,7 % del PIB de la eurozona en 2020— y el incremento del déficit público ese mismo año de más de 6,5 puntos de PIB en el área del euro, que incluye el impacto de las medidas discrecionales junto con los estabilizadores automáticos, son una buena ilustración de esa contundencia.

En segundo lugar, ha resultado también crucial el carácter integral de la respuesta, que ha permitido cubrir buena parte de los canales de transmisión de una crisis con características muy específicas, que ha afectado tanto a la oferta como a la demanda.

La política monetaria ha actuado en dos dimensiones principalmente: la compra de activos financieros y la provisión de liquidez a los bancos comerciales, lo que cubría las principales vías de financiación de la economía del área del euro. Por su parte, la política presupuestaria ha desplegado una gran variedad de instrumentos para mitigar los efectos de la crisis sobre los hogares y las empresas, en particular en un contexto en el que, como he señalado, estos efectos están siendo muy heterogéneos. Y la política financiera prudencial ha incorporado medidas que, de un lado, han aumentado la solvencia de las entidades financieras y, de otro, han facilitado la concesión de crédito solvente a la economía.

En tercer lugar, ha sido muy destacable la capacidad de adaptación de la política económica, que le ha permitido acomodarse a la propia evolución de la pandemia y a sus efectos sobre la economía.

Las sucesivas ampliaciones de las medidas de apoyo a las rentas de las familias y empresas más afectadas por la pandemia son un buen ejemplo de esa flexibilidad. Y también lo son las distintas ampliaciones temporales del PEPP del BCE, con un horizonte de compras netas hoy vigente de al menos hasta finales de marzo de 2022, y su diseño, que ha permitido concentrar esas compras en los meses más críticos de la crisis pandémica y en los países que, en cada momento, han estado sometidos a un mayor grado de tensionamiento de sus condiciones de financiación, lo que ha permitido eliminar los riesgos de fragmentación financiera y preservar unas condiciones de financiación favorables para todos los agentes económicos.

En cuarto lugar, hemos de reconocer el papel que ha desempeñado la elevada complementariedad de las medidas aplicadas por las distintas autoridades económicas — monetaria, fiscal y financiera —, cada una en cumplimiento de sus mandatos respectivos.

Las decisiones de política monetaria adoptadas por el BCE han tenido una singular relevancia desde esta perspectiva, dado que han otorgado margen de actuación a las autoridades fiscales para extender y mantener las medidas de apoyo a la economía. Así, las compras netas de activos del PEPP durante 2020 habrían alcanzado un importe equivalente a más del 90 % de las necesidades netas de financiación pública de los países del área del euro ese mismo año (y a casi el 30 % de las necesidades brutas). Esto ha resultado particularmente importante en países como España, que se ha visto especialmente afectada por la crisis del COVID-19 y partía de niveles de déficit y de deuda pública elevados. La actuación del BCE está permitiendo evitar un aumento de los costes de financiación, que, en su caso, habría limitado significativamente la capacidad de las autoridades fiscales nacionales de apoyar la economía.

La complementariedad de las medidas del BCE y de las adoptadas tanto por los Gobiernos nacionales (en particular, los programas de avales públicos a la concesión de crédito) como por las autoridades prudenciales (orientadas a permitir a las entidades financieras el

uso de algunos de los colchones de capital acumulados en los últimos años) ha resultado también determinante para mantener la solvencia del sector bancario y facilitar el flujo de financiación a la economía durante la crisis.

En quinto lugar, la crisis ha demostrado que, en un entorno muy globalizado, la acción concertada y coordinada a escala internacional resulta obligatoria. Y esto es particularmente importante en Europa, dado el elevado grado de integración existente. Pues bien, más allá de la respuesta de las políticas nacionales, en esta ocasión se ha producido también una respuesta común genuinamente europea a la crisis, en la que destaca la creación del fondo de recuperación *Next Generation EU* (NGEU). Se trata de un fondo que introduce importantes elementos para compartir el esfuerzo de la recuperación económica, algunos de ellos sin precedentes, como la emisión a gran escala de deuda pública europea supranacional para financiar reformas e inversiones en los Estados miembros más afectados por la pandemia.

Finalmente, una reflexión adicional necesaria es la relativa a la importancia de mantener en todo momento una posición económica equilibrada y resistente. Las perturbaciones económicas pueden tener orígenes muy distintos. En este caso, ha sido un factor completamente exógeno e inesperado. Pero sus efectos dependen crucialmente de nuestra posición de partida, en términos de corrección de desequilibrios y de capacidad de resistencia. En este sentido, las mejoras en la situación de solvencia del sector bancario o de la posición patrimonial de empresas y familias, tras el proceso de desapalancamiento desarrollado en la última década en España, han permitido capear mejor las consecuencias de la crisis. En sentido contrario, la posición inicial de las finanzas públicas, caracterizada por un elevado endeudamiento y déficit estructural, ha condicionado la capacidad de reacción de la política económica durante la crisis y ha provocado que su impacto genere un aumento significativo de la vulnerabilidad de nuestra economía.

Resulta crucial incorporar estas lecciones a la gestión de la crisis en los próximos trimestres. La expectativa de recuperación es real, pero su rapidez y profundidad están sujetas a una elevada incertidumbre. En el caso de la economía española, las perspectivas en los próximos meses dependen, sobre todo, de tres focos de incertidumbre relacionados con la vacunación, la recuperación del turismo y la fortaleza del consumo de los hogares a partir de la bolsa de ahorro acumulada durante la pandemia. En un horizonte temporal más amplio, se pueden identificar otros dos elementos de incertidumbre significativos, relacionados con la magnitud de la destrucción de tejido productivo y sus posibles consecuencias financieras, y con el grado de utilización y la efectividad de los fondos procedentes del programa de recuperación europeo.

En este contexto, la acción de política económica deberá combinar tres objetivos: mantener el apoyo a la economía en el corto plazo, facilitar los ajustes estructurales causados por la pandemia y afrontar con decisión los problemas estructurales que limitan nuestra capacidad de crecimiento y la mejora del bienestar de los ciudadanos.

En efecto, el apoyo debe mantenerse hasta que la recuperación sea sólida, dado que una retirada prematura generaría el riesgo de hacer descarrilar la recuperación. Y esto es aplicable tanto a la política monetaria como a la fiscal, que deberán seguir actuando de

manera complementaria. También debe mantenerse la flexibilidad en la aplicación de este apoyo, dado que, dependiendo de cómo evolucionen los elementos de incertidumbre mencionados, la recuperación puede moverse desde escenarios muy benignos hasta otros de mayor persistencia y severidad de la crisis.

Asimismo, sigue siendo fundamental la acción concertada global, en particular en un contexto en el que la recuperación será heterogénea por áreas geográficas, lo que exigirá una cierta coordinación en las estrategias de salida de la crisis y, en paralelo, un apoyo a los países más vulnerables. La cooperación internacional resulta particularmente importante tanto para acelerar la producción de las vacunas como para facilitar su distribución asequible y equitativa para todos.

En el caso de la política monetaria, debemos evitar un endurecimiento prematuro de las condiciones de financiación. Para ello, desde el Consejo de Gobierno del BCE ya hemos subrayado que las compras realizadas en el marco del PEPP y su posible extensión se ajustarán para contrarrestar un incremento de los tipos de interés que no vaya acompañado de un retorno de la proyección de inflación a medio plazo a su nivel prepandemia. El aumento del volumen de compras mensuales acordado en marzo de este año tuvo precisamente esta justificación. En este marco, el ritmo de compras que se realizan en el contexto del PEPP se determinará considerando indicadores contemporáneos y prospectivos, no retrospectivos. Concretamente, la valoración conjunta que determinará la fijación del ritmo del PEPP se basará en la situación de las condiciones de financiación en comparación con la senda esperada futura de la inflación.

En el ámbito bancario, las autoridades supervisoras hemos seguido subrayando que el uso de los colchones de capital por parte de las entidades es adecuado para reconocer el deterioro del crédito y seguir proporcionando crédito solvente a familias y a empresas. Las entidades tendrán tiempo suficiente para volver a cumplir con los requerimientos de capital. El proceso nunca se iniciará antes de que los principales efectos de la pandemia se hayan disipado. En paralelo, dado que la incertidumbre todavía persiste, que el impacto de la pandemia no se ha manifestado plenamente en los balances de las entidades y que estas siguen beneficiándose de diversas medidas de respaldo público, les hemos recomendado que actúen con extrema prudencia en las políticas de distribución de dividendos y de remuneración variable. Al mismo tiempo, las entidades deben mantener una política de anticipación del reconocimiento de deterioros, garantizando que este sea adecuado y oportuno, como establecen las guías supervisoras.

En el caso de la política presupuestaria, el mantenimiento de las medidas de estímulo debe ser compatible con un mayor foco en los sectores, empresas y grupos de trabajadores más afectados, manteniendo también la flexibilidad necesaria para atender a los desafíos creados por esta nueva fase de la crisis.

El capítulo 3 del Informe aborda en profundidad precisamente uno de los desafíos que consideramos más importantes: el relativo a los daños —algunos, posiblemente persistentes— que la crisis está ocasionando sobre el tejido productivo. Los efectos de la crisis sobre el sector corporativo condicionan tanto el vigor con el que la inversión empresarial, el empleo y la actividad se recuperen en el corto plazo como el impacto que

la pandemia pueda provocar sobre el crecimiento potencial a largo plazo. En concreto, el cierre de aquellas empresas que están atravesando una situación de dificultad, pero que siguen siendo viables, podría desencadenar la pérdida de empleos y la disrupción de algunas cadenas de producción, lo que redundaría en una evolución menos positiva de la actividad económica. Esta posibilidad representa también un riesgo para el sector bancario y para la estabilidad financiera, especialmente si viniese acompañada, en situaciones extremas, de una oleada de quiebras. Un aumento sustancial de los impagos podría ocasionar que la capacidad de algunas entidades financieras para proporcionar crédito nuevo se viera afectada, generando espirales financieras negativas.

Por lo tanto, sigue siendo imprescindible que las políticas económicas actúen de forma coordinada y suficiente para apoyar a aquellas empresas en dificultades, pero viables. Recientemente se ha aprobado un paquete de ayudas al sector empresarial y a los autónomos. Para que resulte una herramienta útil, es particularmente relevante su ejecución rápida y homogénea, y que los mecanismos de reparto permitan focalizar selectivamente las ayudas precisamente en las empresas viables, pero con problemas de solvencia. También es necesaria la flexibilidad en el volumen y en el uso de fondos comprometidos, para adaptarse a la propia evolución de la pandemia y a la eventual materialización de los riesgos.

Paralelamente, resulta crucial facilitar el ajuste de la economía a las nuevas realidades surgidas tras la pandemia, como ilustra la profundización en los procesos de digitalización y de teletrabajo en el último año, lo que, en el caso español, necesariamente pasa por permitir el uso de los mecanismos que establece la legislación —en particular, la laboral— para que las empresas realicen estos ajustes. En un contexto en el que la crisis podría acelerar la reasignación de recursos entre sectores y empresas, estos mecanismos de flexibilidad resultan fundamentales. Asimismo, debe mejorarse el funcionamiento de los mecanismos de reestructuración de deudas y de liquidación de empresas, en particular para aquellos proyectos empresariales inviables en el medio plazo, es decir, aquellos para los que se prevén rentabilidades negativas incluso una vez superada la pandemia. Y, a la vez, debe ponerse el énfasis también en las políticas de apoyo y formación a los trabajadores para facilitar la transición y el reciclaje profesional hacia las actividades de futuro.

Pero quizá el mensaje más importante en estos momentos es el relativo a que la gestión de corto plazo de la pandemia debe ahora acompañarse de una acción de política económica destinada a afrontar los retos estructurales, tanto los que se derivan de la pandemia como los existentes previamente. Y este principio debe aplicarse a todas las políticas económicas.

Muchos de los retos estructurales de nuestras economías son globales y exigen una respuesta global. El momento actual es, de hecho, particularmente oportuno para dar un nuevo impulso al multilateralismo —en el que deben desempeñar un papel crucial las instituciones internacionales, coordinadas con las instituciones y los mecanismos de ámbito regional—, con el objetivo no solo de asentar la recuperación económica global, sino también de contrarrestar los retrocesos en materia de desigualdad y de pobreza que se han producido como consecuencia de esta pandemia, y de afrontar de forma conjunta

los retos estructurales comunes derivados de los procesos de digitalización y de lucha contra el cambio climático.

Todo ello, sin olvidar la necesidad de reforzar los instrumentos de prevención y de respuesta comunes ante crisis sistémicas como la actual. En este sentido, son loables los acuerdos alcanzados con medidas de alivio de deuda en el marco del G-20 para dar respuesta al impacto de la crisis en las economías de renta baja, pero es necesario lograr ahora un consenso para abordar la situación a la que se enfrentan también los países de renta media (categoría en la que cabe encuadrar a buena parte de los países de la comunidad iberoamericana), que están haciendo frente a esta crisis con un limitado margen de maniobra en sus políticas nacionales.

En relación con la política monetaria, en un entorno de inflación persistentemente por debajo de nuestro objetivo en la última década, estimaciones del denominado «tipo de interés real natural» muy reducidas y generalización de la aplicación de medidas no convencionales, como los programas de compras de activos, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido iniciar una revisión de su estrategia de política monetaria, que finalizará en la segunda mitad de este año.

Otros bancos centrales han realizado revisiones similares en los últimos años. La experiencia de la Reserva Federal de Estados Unidos es, en mi opinión, particularmente importante. La revisión de su estrategia muestra las ventajas de permitir que se supere el objetivo de inflación de forma moderada y temporal en un entorno —como el que ha caracterizado al área del euro en los últimos años— en el que la inflación se sitúa persistentemente por debajo del objetivo y los tipos de interés nominales han alcanzado su límite inferior o están cerca de ese límite.

En nuestro caso, sin embargo, como requisito previo para que la estrategia de permitir que la inflación se eleve por encima de su objetivo sea efectiva, es preciso que exista un objetivo numérico de inflación claro. El objetivo actual del BCE —una tasa de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %— no ayuda a este respecto, ya que no señala un objetivo numérico específico que actúe como punto de referencia. Por tanto, la hipotética adopción de una estrategia de estas características tendría que ir acompañada necesariamente por una aclaración del objetivo de inflación del BCE. El establecimiento de una tasa del 2 % como objetivo preciso y entendido de manera simétrica sería una buena opción en este sentido.

En todo caso, la experiencia estadounidense permite también ilustrar el papel crucial que desempeña la política fiscal en el contexto actual, y también en relación con los retos que afronta la política monetaria. En este sentido, un estímulo de la demanda agregada impulsado desde el ámbito fiscal ejercería presiones al alza sobre los precios. De forma más sutil, si los paquetes de estímulo fiscal se diseñan adecuadamente, pueden elevar la tasa de crecimiento potencial de la economía y, por tanto, el denominado «tipo de interés real natural». Esto reduciría la brecha existente entre los tipos de interés efectivos y los naturales, lo que proporcionaría un respaldo adicional a la demanda agregada y a la inflación.

Es evidente que las instituciones europeas ya han avanzado sustancialmente en el ámbito fiscal con la puesta en marcha del programa NGEU. Con todo, el NGEU no puede ni debe considerarse el mecanismo de estabilización cíclica que necesita el área del euro como complemento de la política monetaria única del Eurosistema. Un verdadero mecanismo de estabilización macroeconómica debería tener carácter permanente y dotación suficiente, y capacidad impositiva y de endeudamiento.

Esto enlaza con el debate actual sobre la posibilidad de reformar las reglas fiscales de la UE, para alinearlas mejor con las transformaciones económicas estructurales que han tenido lugar desde que se formularon. Las reglas vigentes fueron concebidas para un contexto económico completamente diferente. Por un lado, la caída secular de los tipos de interés a largo plazo hace que se puedan mantener niveles de deuda más elevados sin comprometer las finanzas públicas en el largo plazo, siempre que el crecimiento potencial no se haya reducido en paralelo. Por otro lado, la crisis financiera internacional y la pandemia de COVID-19 han demostrado que los riesgos de cola podrían no ser manejables exclusivamente en el ámbito nacional. De hecho, es posible que la mayoría de los países de mayor tamaño del área del euro, aun siguiendo las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, carezcan del colchón fiscal necesario para enfrentarse a una recesión en la próxima década. Así pues, se hace necesario un nuevo marco en el que las autoridades fiscales nacionales y supranacionales se complementen entre sí. Las autoridades fiscales nacionales deberían coordinarse en torno a los objetivos presupuestarios de medio plazo, con la sostenibilidad de la deuda pública como objetivo principal, y en afrontar perturbaciones asimétricas, mientras que las supranacionales responderían a los eventos de cola y ajustarían la orientación de la política fiscal a nivel agregado del área del euro para que la política monetaria disponga de más margen. También existe una necesidad de simplificar el marco actual y de mejorar su, hasta ahora, escasa capacidad para lograr que los países acumulen colchones fiscales en época de bonanza que puedan utilizarse en crisis futuras.

Y, por supuesto, no podemos olvidar que seguimos sin contar con una unión bancaria completa, lo que exigiría la aprobación de un fondo de garantía de depósitos común y plenamente mutualizado, y que los mercados de capitales en Europa se mantienen poco desarrollados e integrados, lo que motiva la necesidad de avanzar con determinación en la aprobación de las medidas incluidas en el proyecto de unión de los mercados de capitales.

Desde el punto de vista puramente nacional, las perspectivas de medio plazo de la economía española están condicionadas no solo por la duración de la crisis sanitaria actual, sino también por una serie de retos estructurales de una elevada trascendencia. La economía española se enfrentaba, incluso antes de la pandemia, a la necesidad de elevar su potencial de crecimiento, de corregir ciertas disfuncionalidades existentes en varios mercados de bienes y factores (siendo especialmente relevantes las relativas al mercado laboral), de reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas, y de abordar los importantes retos relacionados con el envejecimiento de la población, la desigualdad y el cambio climático.

La crisis económica inducida por el coronavirus ha aumentado la envergadura de algunos de estos retos. En concreto, ha puesto de relieve algunas de las principales deficiencias

de nuestro mercado de trabajo, que hacen recaer el grueso del ajuste durante las recesiones en los colectivos de trabajadores más vulnerables. Las medidas de política fiscal en respuesta a los desafíos planteados por la crisis han provocado un profundo deterioro en las cuentas públicas, que ya partían de una situación de elevada vulnerabilidad antes de la pandemia. Además, la crisis podría también afectar negativamente a la capacidad de crecimiento de algunos sectores económicos y aumentar los niveles de desigualdad.

En este contexto, la profunda transformación estructural que necesita la economía española exige el diseño de una estrategia integral. Para ello, deben considerarse tres palancas fundamentales: el diseño y la aprobación de una agenda ambiciosa de reformas estructurales, la implementación de aquellos proyectos de inversión pública con mayor capacidad tractora a largo plazo en el marco del programa NGEU, y la definición y la ejecución de un plan presupuestario plurianual que permita recuperar los márgenes de actuación fiscal una vez superada la crisis actual.

En primer lugar, es preciso definir e implementar sin demora una estrategia integral de reformas estructurales. En particular, para aumentar la productividad sería conveniente desplegar políticas que estimulen la acumulación de capital humano y tecnológico, ámbitos en los que España presenta carencias sin paliativos respecto al resto de los países de nuestro entorno. El sistema educativo es evidentemente una palanca fundamental para lograr este objetivo. Por otro lado, reducir la elevada dualidad entre trabajadores temporales e indefinidos permitiría disminuir algunas de las principales deficiencias estructurales del mercado de trabajo español y mitigar los elevados niveles de desigualdad. Asimismo, debe abordarse el reto del envejecimiento poblacional y sus implicaciones sobre la sostenibilidad financiera del sistema público de pensiones. Por otra parte, avanzar hacia un modelo de crecimiento más sostenible exigirá una profunda transformación económica y tecnológica para mitigar los efectos del cambio climático, buscando el mayor grado posible de coordinación internacional.

La mejora de la productividad y del funcionamiento del mercado de trabajo generará beneficios en términos de reducción de los elevados niveles de desigualdad existentes. No obstante, la evolución reciente de la desigualdad en nuestro país tiene distintas dimensiones, que exigen también diferentes instrumentos para abordarlas. En particular, se hacen necesarias una evaluación permanente de la efectividad del programa de ingreso mínimo vital y la aprobación de medidas destinadas a aumentar la oferta de vivienda en alquiler. Pero las elevadas disparidades en las dinámicas demográficas de las distintas áreas geográficas de nuestro país también han ido ganando espacio en el debate público. El capítulo 4 del Informe aborda estas cuestiones. En particular, dada la presencia de un gran número de municipios en riesgo de desaparición, es importante considerar tanto políticas de mitigación de la despoblación —que persiguen frenar el declive demográfico y fomentar el desarrollo a medio plazo de las zonas rurales— como políticas de adaptación a la despoblación —cuyo objetivo es el mantenimiento de un nivel mínimo de servicios que garantice el bienestar de los habitantes del mundo rural—. En cualquier caso, resulta imprescindible evaluar la eficacia y la eficiencia de las políticas en este ámbito para favorecer el mejor diseño posible, siempre desde una perspectiva integral y con vocación de largo plazo.

En segundo lugar, el programa europeo NGEU supone, por su elevada cuantía y por su enfoque estructural, una oportunidad única para impulsar la transformación de la economía española, especialmente en los ámbitos digital y medioambiental. Sin embargo, maximizar el efecto de este programa sobre el crecimiento económico a largo plazo también plantea retos de calado que no se deben subestimar. Por un lado, la selección de los proyectos debería descansar sobre un esquema apropiado de procedimientos públicos de contratación y sobre un diseño adecuado de las metodologías para la evaluación de las distintas iniciativas. Por otro, como subrayaba con anterioridad, se debe asegurar que no existen obstáculos en nuestro marco institucional que dificulten el proceso de reasignación de recursos entre empresas y sectores que requeriría el eventual cambio estructural en la economía. Por último, a fin de favorecer la implantación de algunas reformas estructurales, parte de los recursos del programa NGEU podrían emplearse para mitigar los costes que dichas reformas pudieran acarrear para algunos colectivos en el corto plazo, en pos de los beneficios que generarían para el conjunto de la sociedad en el medio y largo plazo. El capítulo 2 del Informe contiene un ejemplo concreto de un mecanismo diseñado para reducir la dualidad en el mercado laboral y favorecer la movilidad de los trabajadores, cuya implementación, precisamente, podría verse favorecida mediante la utilización de fondos europeos para cubrir parte de los costes de su puesta en marcha.

En tercer lugar, una vez que se asiente la recuperación en curso, es imprescindible reconstruir los márgenes de actuación fiscal y reducir la vulnerabilidad financiera y macroeconómica derivada de unos niveles de endeudamiento público persistentemente elevados. El incremento del endeudamiento, junto con el elevado déficit público estructural, hace a la economía española más vulnerable ante posibles cambios en las condiciones de financiación y en el sentimiento de los inversores, que podrían trasladarse al resto de los agentes económicos. Un diseño temprano de esta necesaria estrategia de consolidación fiscal tendría indudables ventajas en términos de mejora de la credibilidad de nuestra política económica. Para ello es fundamental revisar integralmente el sistema impositivo español y el grado de eficiencia de todas las partidas de gasto público.

Finalmente, en el ámbito bancario, la crisis del COVID-19 ha puesto de manifiesto la importancia de disponer de un sector con colchones suficientes para absorber riesgos inesperados. De cara al futuro, deberemos asegurarnos de que la resistencia del sector bancario se mantiene en relación con posibles nuevos riesgos que emerjan.

En este sentido, como presidente del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, tengo que subrayar que queda pendiente la implementación plena y a tiempo de las reformas globales de Basilea III, con la que todos los miembros del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, incluidos los europeos, se han comprometido. El objetivo es homogeneizar el cálculo de los activos ponderados por riesgo entre entidades. Para conseguirlo, un elemento clave es el llamado *output floor*, mediante el cual se establece un suelo a las minoraciones que los bancos pueden obtener con el uso de modelos internos para calcular los requisitos mínimos de capital con respecto al método estándar. Este objetivo sigue plenamente vigente.

Por su parte, el Banco de España presentó en febrero de este año a consulta pública un proyecto de modificación de la Circular 2/2016, sobre supervisión y solvencia de entidades de crédito, con objeto de hacer operativos los nuevos instrumentos macroprudenciales recientemente conferidos en la legislación nacional. Estos permitirán al Banco de España

establecer un requerimiento de colchón de capital anticíclico en sectores específicos, límites a la concentración sectorial del crédito en relación con el capital bancario y requisitos a los criterios de concesión de crédito (por ejemplo, en cuanto al tamaño del préstamo sobre el valor de las garantías). La implementación plena de Basilea III y las nuevas herramientas a disposición del Banco de España mejorarán la capacidad de actuar ante posibles episodios de crecimiento excesivo o inadecuado del crédito en el futuro.

Más allá de estas mejoras, sería adecuado reflexionar sobre nuestra arquitectura financiera institucional. Tras la pasada crisis financiera internacional, algunos países han modificado sus modelos: en general, hacia otros más integrados y con un mayor papel de los bancos centrales. Entre estos, la separación de las responsabilidades de preservación de la solidez patrimonial de todas las entidades financieras con independencia de su naturaleza (bancaria, de seguros, valores, etc.) y de la vigilancia de la conducta en sus relaciones con sus clientes, y su asignación a autoridades diferenciadas (al Banco de España y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, respectivamente), representa, en mi opinión, un esquema institucional óptimo para gestionar los posibles conflictos entre ambas responsabilidades y para mejorar la eficiencia y la eficacia de la actividad supervisora.

Por otra parte, será importante para el sector bancario dar respuesta a los nuevos riesgos que emerjan en un horizonte temporal más amplio, como el cambio climático o la digitalización. En este ámbito, resulta crucial que el sector incorpore los riesgos asociados al cambio climático —tanto los físicos como los de transición— en sus procesos de toma de decisiones. La intervención de las autoridades fiscales y ambientales debe facilitar una transición energética ordenada y predecible, mitigando los riesgos con un elevado impacto en la estabilidad financiera. Los supervisores financieros hemos de garantizar que las entidades valoran correctamente estos riesgos y los incorporan en su gestión, así como favorecer el desarrollo de estándares de información y bases de datos adecuadas para su medición.

En cuanto a los riesgos derivados de los nuevos desarrollos tecnológicos, además de los asociados a los ciberataques, cabe destacar la posibilidad de que la creciente competencia de las compañías tecnológicas (*bigtech*) pueda convertirse en una vía potencialmente disruptiva. Será necesario que las diferentes autoridades prudenciales y regulatorias adopten una postura proactiva para cuestionarse el perímetro regulatorio, de forma que se garantice la máxima de «misma actividad, mismos riesgos, mismas reglas». Asimismo, la competencia tecnológica podría ejercer una presión adicional sobre la rentabilidad del sector, debilitada por el impacto de la pandemia, por lo que resulta fundamental que las entidades sigan profundizando en las ganancias de eficiencia, reduciendo costes y utilizando más intensivamente las nuevas tecnologías.

Y también los bancos centrales y los supervisores financieros debemos adaptarnos a los riesgos y a las oportunidades que ofrecen las nuevas tecnologías. Así, en el Eurosistema estamos en el proceso de fijar los objetivos y los plazos para un eventual proyecto de euro digital, que se concibe como una herramienta para estimular la innovación y actuar como catalizador de la competitividad y del crecimiento. Asimismo, constituiría un apoyo esencial para salvaguardar nuestra soberanía monetaria y podría, además, incrementar el papel exterior de nuestra divisa y, por extensión, la capacidad de influencia más allá de nuestras fronteras. Es un enfoque ambicioso, que obliga a abordar el diseño del euro digital

con una mentalidad abierta, al tiempo que se adoptan las cautelas necesarias para garantizar que todas las dimensiones relevantes (como la estabilidad financiera, la política monetaria o la configuración y el papel de la industria financiera, que tan importantes son para la sociedad y, por supuesto, para un banco central) se tienen en cuenta adecuadamente.

A escala nacional, la puesta en marcha del *sandbox* financiero como espacio controlado de pruebas debería servir de catalizador para el desarrollo de soluciones financieras innovadoras que den respuesta a las nuevas demandas de los clientes, a la vez que ofrece una oportunidad única a los reguladores y a los supervisores de comprender mejor los nuevos modelos de negocio y los riesgos que puedan acarrear, para poder darles así una respuesta regulatoria o supervisora más proporcionada y adecuada a estos.

Finalizo esta presentación reiterando uno de los principales mensajes que he querido trasladar a la sociedad española desde el inicio de esta crisis sin precedentes. Los retos de la economía española son de carácter estructural y los retos estructurales exigen respuestas estructurales. El diseño y la implementación de esta respuesta deberán estar basadas en consensos amplios, para que puedan tener vocación de permanencia y resulten creíbles. Un consenso que debe ser compatible con la ambición y la urgencia que exige afrontar con éxito los enormes retos de nuestra economía.